慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	ドイツ大銀行の国際証券業務について : Deutsche Bankのアメリカ合衆国における活動 (福島義久教授追悼号)
Sub Title	The International Securities Business of German Banking : On the Business Behaviour of Deutschen Bank in USA (Memorial Issue of the Late Professor Yoshihisa Fukushima)
Author	赤川, 元章(Akagawa, Motoaki)
Publisher	
Publication year	1997
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.40, No.4 (1997. 10) ,p.37-
JaLC DOI	
Abstract	19世紀末から20世紀初頭にかけてドイツ資本市場のグローバル化は著しく進展し,とりわけ急速な産業発展によって大量の資金を必要としていたアメリカ合衆国との関係を深めていった。だが,この関係は,合衆国の鉄道証券に特化されており,この証券の取引に基づいて両国の銀行間の関係も形成された。本稿は,合衆国において最も積極的に証券業務を展開したDeutsche Bankの実例を通してドイツ大銀行の合衆国における活動および国内の証券取引所における合衆国鉄道証券の上場問題を実証的に分析しようとするものである。
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19971000-00685868

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

三田商学研究
第40巻第4号
1997年10月

1997年6月20日掲載承認

ドイツ大銀行の国際証券業務について

——Deutsche Bankのアメリカ合衆国における活動——

赤川元章

<要　約>

19世紀末から20世紀初頭にかけてドイツ資本市場のグローバル化は著しく進展し，とりわけ急速な産業発展によって大量の資金を必要としていたアメリカ合衆国との関係を深めていった。

だが，この関係は，合衆国の鉄道証券に特化されており，この証券の取引に基づいて両国の銀行間の関係も形成された。本稿は，合衆国において最も積極的に証券業務を展開したDeutsche Bankの実例を通してドイツ大銀行の合衆国における活動および国内の証券取引所における合衆国鉄道証券の上場問題を実証的に分析しようとするものである。

<キーワード>

国際証券業務，ドイツ系ユダヤ人，ドイツ資本市場，投資銀行，合衆国有価証券，鉄道証券，取引所恐慌，『ドイツ帝国統計四季報』，『ドイツ銀行100年史』，『ドイツ銀行125年史』，経営支配権，経営政策，普通株，優先株，社債，ニューヨークの木曜日取引所パニック，裁定取引，定期取引，投資信託，信託業，証券代位，株式価値，上場初相場，売出機関としての銀行

Deutsche Bank, Jacob S.H. Stern, Speyer & Co., J.P. Morgan, Kuhn. Loeb. & Co., Nothern Pacific Railroad Co. (Railway Co.), Baltimore & Ohio Railroad Co., Hill グループ，Hariman グループ，Deutsche Amerikanische Treuhand Gesellschaft，ジーメンス（Siemens, G.v.），グヴィナー（Gwinner, A.v.）

Ⅰ．ドイツ大銀行の国際証券業務とアメリカ合衆国鉄道証券

1．ドイツ大銀行の国際証券業務

20世紀の10年代，ドイツの対外関係に関する「地理的生活区域」の特色を，ドイツの銀行資本世界化の指標たる「資本輸出」とドイツ商工業の「世界市場」進出の指標たる「商品輸出入」との関連に基づいて分析した場合，これらの両指標が均衡しつつ，最も高い数値を示した典型例がアメリカ合衆国であった。

云うまでもなく，歴史認識は，様々な事象から構成された出来事の継続的プロセスを反映する。

ただ，19世紀80年代をピークとする合衆国へのドイツ人移民運動による人的交流が，両国間の経済関係の展開にとってどの程度寄与したのかは明確ではないとしても，およそその前後の半世紀の期間を経て，少なくとも，両国間の経済関係は，極めて緊密なものとなったことをこの分析結果は示している。さらに，ここでは，また，制度的側面からのアプローチが含意され，両国の大銀行相互間の関係が経済関係の緊密性の指標として，重視され，強調されているのである。[1)]

ドイツ大銀行の合衆国への第一歩は，早々と，19世紀の50年代に遡る。まず，その先駆は，創立間もないDarmstädter Bankであった。ところが，同行の活動はニューヨークの企業G. von Baur & Co.，その解散後には，Marcuse & Baltzerに合資会社社員として参加したにすぎないことから明らかなように，著しく消極的であった。その後，ドイツ大銀行の進出としては，70年代のはじめになって，ようやく，Disconto-GesellschaftがM.A.v. Rothschild & Shöneと共に7％利付きニューヨーク市債を，またS. Bleichröderと共に5％の合衆国国債を引き受け，さしあたり，ユニバーサルバンクとして独自に国際証券業務の側面に事業の地歩を築くのである。[2)] したがって，合衆国への進出に際しては，海外支店，海外銀行を設立して固有の銀行業務を行わなかったドイツ大銀行は，いずれも，結果的には，早くから，「不正則的銀行業務」，その中でも「外国証券引き受け・外国産業への参加」などの証券業務の分野を特殊に展開していていくことになる。[3)]

ドイツ大銀行の合衆国証券投資が本格的に拡大したのは，1880年以降である。これと軌を一にしてフランクフルト，ベルリン，ハンブルク　などのドイツの証券取引所において合衆国の鉄道会社の証券，主として，社債の上場が大々的に行われた。これらの鉄道証券は，すでに，ドイツの投資家にとって既知の投資対象となっていたから，ドイツ大銀行の積極的関与は，こうした基盤のうえで，証券取引を通して，合衆国鉄道業への傾斜を一段と強めることを意味した。このことは，また同時に，それらの証券の発行・引き受け・売出しのみならず，経営支配権などと深く関わっていた合衆国大投資銀行と緊密な関係を構築していくことになるのである。このドイツと合衆国の銀行間の関係は，ドイツの個人銀行家のニューヨーク出店などに基づく「利害を越えた個人的関係」からも生じ，とりわけ当時「ニューヨーク金融界の発展に重要な地位を占めていたドイツ系ユダヤ人」との関係に大きく依存していたと云われている。[4)]

---

1) 拙著『ドイツ金融資本と世界市場』(慶應義塾大学出版会，1994年刊，74頁，145-146頁，159頁)。
Wilkins, M., "Foreign Banks and Foreign Investment in the United States" in: International Banking 1870-1914, by Cameron, R., and Bovykin, V. I., New York, 1991, p.251.

2) Otto, W., Anleiheübernahme-, Gründungs-, und Beteiligungsgeschäfte der deutschen Grossbanken in Übersee, Berlin, 1991, S.31.

3) Brüning, P.A., Die Entwicklung der ausländischen, speziell des überseeischen deutschen Bankwesen, Diss., Borna-Leipzig, 1907, S.7.

4) Pohl, M., Deutscher Kapitalexport im 19 Jahrhundert, Frankfurt am Main, 1997, S.97. u.Tilly. R., "International Aspect of the Development of German Banking" in: International Banking 1870-1914, by Cameron, R., and Bovykin, V.I., New York, 1991, p.96, u. Strasser, K., Die deutschen Banken im Ausland, München 1925, S.166-167. u. Mosse, W.E., Jews in the German Economy, Oxford, 1987, ↗

2．ドイツ資本市場とアメリカ合衆国鉄道証券の関係

1890年以降，ドイツ資本市場は，「重化学工業型輸出国」への発展に対応して国内産業資本への投資が急増していく。そのため，外国有価証券の新規発行高は，10年間累計の年平均でみると，ほぼ一定の水準を維持しているものの，国内有価証券発行高との割合では，たとえば，1883—1890年には42.5%，1891—1900年と1901—1910年には，それぞれ23.9%と15.4%を示し，旺盛な国内資本需要を反映して著しい低下傾向にあった。[5] 外国にとってこうした狭隘なドイツ資本市場の動向にもかかわらず，合衆国は，ドイツの証券取引所へ有価証券を上場することによって最大の資金需要者となっていった。『ドイツ帝国統計四季報』に基づくツィケルト（Zickert, K.）の算定によると，20世紀初頭からおよそ10年間で「ドイツにもたらされた合衆国の有価証券は，40億マルク以上にも達し」，「大部分は，鉄道株式と鉄道社債であったが，そのうち後者は，ほとんどドイツで消化先を見出した」と分析されている（第1表）。ただ，『四季報』のこの統計数値は，上場された有価証券の発行額を記載しているだけであり，全てがドイツ資本市場で需要されたわけではなかった。そのため確か

第1表　ドイツの証券取引所に上場された合衆国の有価証券（1899年—1914年）

（単位：100万マルク，ただし名目額）

年　度	鉄道株式	鉄道社債	事業債	総　計
1899		318.7		318.7
1900		33.3		33.3
1901				
1902		170.2		170.2
1903		172.9		172.9
1904	525.0	42.0		567.0
1905	1680.0	661.7		2341.7
1906	166.0	364.5	砂糖工場　5.2	535.7
1907		115.5		115.5
1908				
1909		172.4		172.4
1910		134.4		134.4
1911		54.8		54.8
1912				
1913				
1914				
合　計	2371.0	2240.4	5.2	4616.6

資料：Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutchen Reichs, 1908, I S, 218-219 u, I S.117-118 より作成

↘また，当時のニューヨークにおけるドイツ人銀行家とドイツ系アメリカ人銀行家との交際および事業の関係については，バリッヒ（Wallich, P.）の証言を参照（Wallich, P., "Lehr- u. Wanderjahre eines Bankiesrs" in: Zwei Generationen im deutschen Bankwesen 1833-1934, Frankfurt am Main, 1978, S.239-338）。

5）拙著『前掲書』，138頁—139頁参照。

に，クライナー(Kleiner, H.,) の主張するように，「ドイツの取引所」の関与した「資本輸出」について「アンケート調査」や「証券印紙税」などを用いて実質数値を求めようとした『ドイチェ・エコノミスト』(Deutsche Ökonomist) や『フランクフルター・ツァイトゥング』(Frankfurter Zeitung) などの統計数値作成の試みもないわけではない。しかし，外国有価証券の各国別・各企業別の個々のケースに関する限り，『ドイツ株式会社便覧』(Handbuch der Deutschen Aktien-Gesellschaften) を含めてほとんどの研究が過大計上された『四季報』に準拠しており，本稿もまた，この点を留意しつつ充用することにする。[6)]

さらに，1905年刊行の帝国海軍省別冊子『ドイツ海外利益の発展』においても，断片的な調査ではあるが，ドイツの合衆国投資の全体的な実質額（カナダを含む）を，1898年では20億マルク，1904年では25億—30億マルク（ドイツの総外国投資額の27.4%と31.9%）と評価しており，その主な内訳は「ドイツの取引所へ新規上場された夥しい量の鉄道およびその他の有価証券」に対する「ドイツの所有」であったと指摘している。[7)]

いずれの統計資料にせよ，合衆国とドイツの経済的紐帯は，資本市場のグローバル化に関する限り，ドイツにとっては他の諸国と比較して合衆国への対外投資の量的規模の圧倒的大きさに基づいており，その展開は，もっぱら鉄道業の生成にのみに一面的に傾斜を深めていったのである。

1893年，合衆国は，激しい恐慌に陥り，鉄道業の倒産は，未曾有の規模に達した。これらの鉄道会社の再建と再編とに関与したのが大投資銀行である。ところが，この時期，すでに，鉄道業におけるトラスト運動は，飽和状態にあり，大投資銀行の活動領域も，鉄鋼業など他の産業部門にも向けられていた。また当時，企業合併によって大規模化した工業会社は，93年以降の不況期においても，経営状態は概して良好であり，そのため，工業証券の有利性・安全性が証明され，鉄道証券の低迷と比べて，発行量は増加し，市場性も拡大していった。[8)]

しかし，ドイツ大銀行によって仲介されたドイツ資本市場は，この合衆国の新動向にも，ほとんど対応していかなかった。そして，1904年，合衆国の景気が上昇局面に入ると，証券取引は再び活況を呈し，鉄道株も値上がりし続け，翌年および翌々年にわたって，新規の株式や社債の発行も増大した。[9)] この好況期の間，ドイツの証券取引所においても大量の合衆国有価証券が上場されたが，

---

6) Zickert, H., Das Kapital-Anlage in ausländischen Wertpapieren, Berlin 1911, S.37. u. Kleiner H., Emission-Statistik in Deutschland, Stuttgart und Berlin, 1914, S.189-192.

7) Die Entwicklung der deutschen Seeinteressen in letzten Jahrzehnt von Reichs Marienamt, Berlin, 1905, S.172-173.

8) 松井和夫「米国証券市場の発達史」『証券経済月報』84号，1966年刊，49頁—52頁。および宇野博二「第一次トラスト運動と投資銀行」『研究年報』（学習院大）第7号，1959-60年刊，224頁—225頁，263頁—265頁参照。

9) ホルト (Holt, B.W., The Gold Supply and Prosperity, New York, 1907, p.231) の試算によると，28の鉄道会社の平均株価は，1896年51%，1901年104%，1905年129%，1906年130%であった (Reibnitz, K.F.v., Die New Yorker Fondbörse-Ihre Geschichte, Verfassung und Wirtschaftliche Bedeutung-, Jena, 1912, S.64)。

↗

なお，依然として，鉄道証券中心で展開されたのである。

1907年，震源地を合衆国とし，ドイツも巻き込んだ世界的な貨幣恐慌が勃発する。流通手段の弾力的発行が制度的に欠如していた合衆国に，この時ドイツは，5000万ドルの金を現送したのであるが，その大部分はDeutsche Bankを通して行われた。[10)]

だが，この時期を契機に，合衆国のドイツ資本市場への依存は著しく減退し，やがて，取引所上場を媒介とした資金調達は消滅していった。したがって，ドイツと合衆国の経済関係は，貿易取引の拡充傾向とは全く異なり，資本取引高の大きさとしては顕著であるが，成熟産業の域に達した鉄道証券に特化され，しかも時系列的にみれば，新規発行は減衰傾向にあり，ドイツ金融資本として構造的に緊密な関係を構築できたわけではなかった。合衆国に対するこのようなドイツの「国際的銀行関係の特色」についてストラッサー（Strasser, K.）は，「ニューヨークの法律（New-Yorker Gesetze）による外国銀行への不利な扱い（Benachteiligung）」により，「如何なる時期においてもニューヨーク銀行制度へのドイツの参加は大きな意味を持ちえなかった」と論じている。[11)]

本稿は，これまでわが国及び合衆国においてもほとんど等閑視されてきた1914年以前の世界最大の債務国，合衆国のドイツ資本への依存関係を，ドイツ大銀行との関係において考察することを対象とする。とくに，その中でも，進出自体は必ずしも早いわけではなかったが，最も積極的にかかわっていたDeutsche Bankのアメリカ合衆国における活動をドイツ資本市場との関連おいて分析し，その展開過程から，意義と問題点とを検討しようとするものである。

↘また，この好況期の状況は，株式取引高の趨勢にも明白に表れている。

年度	株式数（単位：100万株）	出来高（単位：100万ドル）
1903	160	11004
1904	187	12061
1905	263	21296
1906	284	23394
1907	196	14758

(Ebenda S.96)

10) 拙著『前掲書』，33頁—35頁参照。「ヨーロッパの渡した1億ドルの金（Gold）に対してドイツは，およそ5000万ドルを分担し，それは直接ハンブルクからニューヨークへ船で送られた。イギリスのマスコミは，ただイギリスのみが合衆国市場を支援したという見解を呼び起こすように努めた。ドイツが恐慌の除去について少なくとも同等の仕事をしていたことは，極く小数のものにのみ知られていたにすぎない。戦後になって，初めてグヴィナーに関する新聞記事によってドイツ公衆はこのことを知ったのである。」（Fuchs, M., Arthur von Gwinner, Berlin, 1931, S.21-22）u. Arthur von Gwinner,—Lebenserinnerungen—Herausgegeben von Pohl, M., Frankfurt am Main, 1975, S.103-104.

11) Strasser, K., a.a.O., S.167-168.

Ⅱ．Deutsche Bank のアメリカ合衆国における鉄道証券中心の証券業務

1．アメリカ合衆国での事業開始

Deutsche Bank の合衆国への進出は，当初の計画としては，銀行子会社を海外銀行形態で設立する方針であった。具体的には，10万ターラーの資本金で，本店をベルリンに置く Germanische Transatlantische Bank in New York という名称の銀行子会社を設立し，親銀行たる Deutsche Bank 自体がその事業活動を直接的に本国で管理・統制する草案が作成された。

だが，この計画案は，合衆国の銀行法上の問題に抵触して実現されず，後年，ラテン・アメリカで活動した典型的なドイツ型海外銀行，Deutsche Ueberseeische Bank として具体化されることになる。結局，合衆国では，別の方法が模索され，さしあたり，1872年，当時，ニューヨークで営業していた銀行商会 Knoublauch & Lichtenstein に有期の有限責任社員として参加し，50万ドルを通貨（Currency）で出資したのである。同銀行商会は，1873年の恐慌をかろうじて切り抜けたものの，1877年には，石油市場の不況が原因で支払不能に陥ったニューヨークの輸出会社により巨額の損失を蒙ることになる。この年，Deutsche Bank と同銀行商会とは，合資会社社員契約の終了時にあったが，この関係を，さらに5年後の1882年まで延長し，その更新に際して，Deutsche Bank は，16.5万ドルの出資分を償却し，新たに40万ドルを金（Gold）で追加出資したのである。

1882年，同銀行商会のオーナーは大規模な証券投資を行った。この投資の決定に関して，Deutsche Bank の合意があったか否かは判断できないとしても，再び，同銀行商会にとっては新たな決定的な損失が発生し，破産はもはや回避出来なかった。その結果，Deutsche Bank は，出資分の全額70万マルク余にも達する資金を失うに至り，その限りでは，同行の合衆国での活動基盤形成期の試みは，必ずしも，順調に展開したわけではなかった。[12)]

しかし，この時期，合衆国は，主要資本主義国の中でも，最も成長が著しく，とりわけ，鉄道業への投資が盛んであった。その要因について，ライブニッツ（Reibnitz, K.F.v.）は，鉄道経営の観点から，主として，輸出も含めた穀物取引の拡大と1878年末に締結された「運賃戦」（Frachtratenkrieg）の終息を挙げている。[13)]

---

12) Hellferich, K., Georg von Siemens Ⅰ., Berlin, 1921, S.249, 275, u.a.a.O., Ⅱ., S.224, u. Geschäft-Bericht der Deutschen Banken für das Jahr 1883 u. Otto, W., a.a.O., S.32.

13) 「1878年，1879年，1880年及び1882年の収穫は，とくに豊作であった。これがヨーロッパでの不作と重なり，その結果，合衆国の穀物輸出を著しく増大させ，景気を活況づける膨大な資金が，合衆国にもたらされた。穀物取引の増加とともに自ずと鉄道マイル数と鉄道への投下資本が拡大した。

年度	距離（単位：マイル）	資本（単位：100万ドル）
1873年	70651	3785
1880年	92147	5402
1884年	125152	7676

↗

だが，この鉄道建設も，1884年の「取引所恐慌」(die Börsenkrisis)[14] によって，一時期，停滞したことから明らかなように，当然，景気変動と無関係に進行していったのではない。86年から再び拡大基調に転じると，89年までの4年間だけで，総計5.3万キロ・メートルの増大にも及ぶ鉄道路線が新設された。ただ，この，86年以降の合衆国鉄道投資については，他産業への波及効果の点では，消極的に評価される場合があるものの，当該鉄道部門それ自体に関しては，建設マイル数，証券発行額（第2表），および外国資本流入額のいずれの点においても，著しく活況を呈していたといえよう。[15] かくて，1890年には，北アメリカ全土の鉄道総距離は，27万キロ・メートルにも達し，これは，イギリス，ドイツ，フランス，ロシアなどのヨーロッパ4ケ国の全鉄道網の総距離合計22,4万キロ・メートルをはるかに凌駕していた。[16]

ところが，合衆国の鉄道投資については，すでに言及したごとく，ドイツでは，1850年代，フランクフルトの取引所が重要な役割を果していた。例えば，1855年12月の相場表によれば，13の鉄道

第2表　ニューヨーク証券取引所において新規発行された鉄道証券

（1885—1890年）

（単位：100万ドル）

年　　度	社　債（A）	株　式（B）	（A）＋（B）
1885年	103.9	17.8	121.7
6年	81.6	54.0	135.6
7年	180.4	48.8	229.2
8年	262.0	62.4	324.4
9年	206.7	69.7	276.4
1890年	198.2	164.5	362.7
合　　計	1032.8	417.2	1450.0

資料：Reibnitz, K.F.v., a.a.O., S.37 より作成

↘ 1878年12月にはペンシルヴァニア（Pennsylvania），バルチモア・アンド・オハイオ（Baltimore & Ohaio），エリー（Erie）およびニューヨーク・セントラル（New York Central）などの鉄道代表者がヴァンダービルツ（Vanderbilts）の提案に基づいて，1878年1月1日から向こう5年間にわたる運賃協定を締結した。これによって長年に及んだ運賃戦（Frachtratenkrieg）は終止符を打ち，取引所は1879年，堅調なうちに開始された。この状況は年間を通じて保持され，11月には最高値に達し，1日で68.2万株が売買された。」（Reibnitz, K.F.v., a.a.O., S.31）

14）「1884年には，株価の低落率は非常に大幅であった。1884年における工業株価の最高値は2月であって平均株価は51ドルであった。工業株価の最安値は1884年6月に落ち込み，その平均株価は42ドルであった。…・恐慌の全期間を通じて，1881年6月の平均株価72ドルと比べて工業株は，41.7%値下がりしたことになる」（トラハテンベルク著『前独占資本主義の貨幣恐慌』及川朝雄訳，岩崎学術出版社，1967年，335頁）。

15）浜田好道「アメリカにおける金融資本の形成」『帝国主義研究』（鈴木鴻一郎編，日本評論社，1964年，304頁—305頁）。
　ロンドン証券取引所においても，1887年—1889年だけでも100万ドル以上の合衆国の新規発行鉄道証券が上場されたと『ロンドン・エコノミスト』は，記述している。（Reibnitz, K.F.v., a.a.O., S.37）

16）Hellferich, K., a.a.O, Ⅱ., S.223 u. Seidenzahl, F., 100 Jahre Deutsche Bank 1870-1970.

会社の株式と82の社債が上場され，この件数はその他の合衆国の上場証券（合衆国国債6・各州の州債19・各市の市債20）の合計数を著しく上回り，局地的ではあったが，ドイツ資本市場は，合衆国への資金供給地として早くから確立していた。その限りでは，1870年設立のベルリンの銀行Deutsche Bankは，「海外市場との商取引の容易化とその発展」いう定款を掲げていたとしても，同行のアメリカ鉄道業への本格的関与が1880年代以降であるとすれば，その活動に先駆的な意義と役割を見いだす事は難しい。この軌跡はまたDeutsche Bank以外の他のドイツ大銀行の合衆国での活動についても妥当しよう。

1881年，Deutsche Bankは，Darmstädter Bank，Deutsche Vereinsbankと共に，ドイツの銀行業として，はじめて，Nothern Pacific Railroad Co.の第一回6％担保付社債の一部（5339.7万ドル）を，ひき続き，翌年，同鉄道会社の第二回担保付社債の一部（2000万ドル）も引き受けた。二度にわたるDeutsche Bankのこれらの社債への参加は，82年に合資社員契約を解約したKnoublauch & Lichtensteinに代わって引き受けたことによるのであるが，これを契機にして，同行の合衆国における投資活動の転換が行われていく。

また，この82年，結局，倒産した上記の提携銀行商会とは別に，Deutsche Bankは，フランクフルトとロンドンに基盤を置き，それぞれLazard Speyer Ellissen, Speyer Brothersという名称で活動し，ニューヨークにも支店Speyer & Co.を設立していたSpeyer銀行商会に接近した。同銀行商会とは，利益共同体を締結して関係を深め，合衆国鉄道投資への取り組みのみならず，国際金融業務とくにラテン・アメリカでの事業，さらには，同銀行商会の関与していた合衆国鉄道証券も引き受けていった。同銀行商会との特別な関係は，Deutsche Bankの有力取締役グヴィナーとの姻戚関係によって保証されていた。[17)]

2．事業展開に関する二つのDeutsche Bank『銀行史』の評価

以上のようなNothern Pacific Railroad Co.を中心とした一連の合衆国鉄道投資への関与は，Deutsche Bankの『銀行史』においては，創業間もない苦難の発展期の活動として極めて重要な時期の業績であった。この問題をどのように評価するのか，これは合衆国との経済関係を含めてDeutsche Bankにとっても大きな課題であり，同行自体が，1970年と1995年の二回にわたって公刊した『銀行史』の中で応えている。まず，刊行されたのは，ザイデンツァール（Seidenzahl, F.）によって記述された『ドイツ銀行100年史』（100 Jahre Deutsche Bank, 1870-1970）であり，ここでは，「冒険・北太平洋鉄道」（Abenteuer・Nothern Pacific）という独立した一章が割かれていた。この表題で明らかなように，同行の経営政策の意志決定上，極めて重要な局面を画するものと位置づけら

17) Pohl, M., Deutscher Kapitalexport im 19 Jahrhundert, S.38. 99. 101-102. u. Pohl, M., Arthur von Gwinner, S.52.

れ，記述にあたっては，実証的にそのプロセスを展開する方法が採用された。[18)]

次に，それから25年後，新たに刊行された『ドイツ銀行125年史』(Die Deutsche Bank, 1870-1995) は，前者の位置付けと大きく異なっていた。この部分を担当したガル（Gall, L.）は，「海外業務」(das Auslandsgeschäft) の章の一部で取り扱い，しかも，そこでは，実証的追究というより，いわばDeutsche Bankの企業行動の結果の評価に重点を置いたのである。彼は，その意義を総括して，(1)Deutsche Bankの合衆国への進出および鉄道投資に対する非政治的スタンスと純企業的目的の強調，(2)迷走したNothern Pacific Railroad Co.への関与の特殊なプロセスとその問題点の評価，(3)以上の方向を決定づけたジーメンスの経営責任と彼の道義的対応，などを明確にした。確かに，ガルの記述は，批判的に検討され，企業サイド的な「一企業史」(eine Unternehmensgeschichte) の枠組みをこえている。その意味では，Deutsche BankのHistorisches Archivと緊密な協力の下で研究が進められたとしても，二名のアメリカ人を含む五名の「著名な学者」の手で記述された新版『ドイツ銀行125年史』は，「真実に義務を負う」（コッパー・H）「企業史」として学問的観点に立つ成果を目的としていたからである。[19)]

だが，残念ながら，頁数の制約のためか，「銀行の生成は，経済発展と社会変化の密接な関係に結びついている」という新版の基調との関連が，ここでは，ほとんど展開されていない。また，Deutsche Bank自体の関与のプロセスについてさえも全体的局面からみれば，客観的に解明されているわけでもない。したがって，このことは，一定の方法論上のフレームワークに基づく「客観的評価」といえども，「実証」が不十分である限り，極めて「主観的見解」としてあらわれ，逆に，「資料」の大雑把な整理に近い実証的記述が，客観的事実を検討する場合には，かえって，有効な「資料」となるという「企業史」の記述の難しさを示したのである。

3．Nothern PacificへのDeutsche Bankの関与

フランクフルト証券市場で中心的役割を果たしていた個人銀行，Jacob S·H· Sternの顧問，ブラ

---

18) Seidenzahl, F., 100 Jahre Deutsche Bank 1870-1970, Frankfurt am Main, 1970, S.83-100.

19) Gall, Feldman, G.D., James, H., Holtfrerich, C-L., und Büschgen, H.E.," Die Deutsche Bank, 1870-1995, München, 1995, S.XII u. 65-68. ガル（Gall, L.）は次のように論じている。

(1)「Deutsche Bankの南アメリカへの関与については，当初から事業以外に政治的観点に役割があった。政府と世論は，現地でのドイツ金融機関の設立を迫った。これに対して，Deutsche BankのNothern Pacificへの参加については，このような考慮は何の役割も果たさなかった。…ここでは，もっぱら，収益を生む事業への銀行の参加およびこのことから，合衆国の拡大しつつある市場での銀行の基盤確立のみが問題だったのである。(Ebenda, S.65.)

(2)「ヘンリー・ビラードに対する彼（ジーメンス）の個人的信頼は，苦々しい失望に変わったように感じた。…もっとも冷静に思慮してきたはずのバンカーが，ヘンリー・ビラードという詐欺師にまんまんと乗せられたのである」(Ebenda, S.67.)

(3)「ジーメンスは，もちろん，自分の個人資産の大部分を投入して，Nothern Pacificの証券に応募して幻滅した投資家から持分証券を買い戻した。…この人の心打つ証明は，株式銀行の初期段階においては，銀行経営者（Bankmaneger）に就任した者も，あたかも従来の個人として責任を負う銀行家(Banker)のように道義を重んじているという理解を与えたのである」(Ebenda, S.67.)

ウンフェルス（Braunfels, O.）と共にジーメンスは，1883年，Nothern Pacific Railroad Co.の会長ビラード（Villard, H.）による開通式の招待に応じて渡米した。Jacob S·H· Sternとビラードとの関係は，1874年以来であり，前者が，このドイツ出身の成功したアメリカの鉄道・金融事業家に合衆国における同社の事業を委託していたからである。

渡米は，三者の間に緊密な関係を築く契機ともなったが，さらに，Deutsche Bankにとっては，本格的な合衆国進出の出発点となり，かかる方針の採択に際して，ジーメンスの同鉄道会社の経営状態および合衆国の経済事情に対する直接的な見聞と判断とが決定的な影響力を与えた。

ジーメンスの分析によれば，まず，同鉄道会社に関しては，資金問題を顧慮することなく拡張政策を展開したため，当時，既に，経常費の支払いでさえも支障をきたし，それゆえ，同鉄道への参加は，早期の利潤獲得には結実せず，逆に資金を長期間固定化する，すなわち「不良債権」に転化する危険性があると判断された。事実，彼の滞在期間中でさえ，経済全般の不況，Nothern Pacificの絶え間なき資金需要，鉄道証券，とりわけ，Nothern Pacificグループ傘下の鉄道証券の相場不振，そのうえ巨額に累増したビラード自体の個人債務，などの難題に直面していた。Nothern Pacific Railroad Co.および同社を取り巻く厳しい状況にも拘わらず，他方では，すでに巨額の富を保有するニューヨークの銀行家，モルガン(Morgan)，ベルモント（Belmont)，ウィンスロウ（Winslow）などの間に同鉄道に新資金を導入するシンジケートが形成されたことから，ジーメンスはこの金融支援を高く評価した。また，すでに頂点に達しつつあったアメリカ鉄道業についても将来の発展可能性に対してなお法外の期待を抱いていたのである。その結果，Deutsche Bankは，ジーメンスのアメリカ旅行以降，アメリカ鉄道証券への投資およびドイツ資本市場への仲介を本格的に開始していくことになる。ただ，このDeutsche Bankの積極的な進出政策は，ザイデンツァールの記述においても，結論から云えば，否定的に評価されている。ジーメンスのような冷静にして有能な経営者といえども，その先見性への独善的な確信が，時には，客観的な状況判断の誤謬と結びついた場合には，「冒険」の先導者になると指摘した。「Nothern Pacificの祝典」，「アメリカの広大さ」，「ニューヨーク銀行家の富への幻惑」などの如きの現象に魅了され，「正しい基準の喪失」に陥ったトップ経営者の事例を示したのである。[20)]

その限りでは，すでに触れたDeutsche Bankの二つの『銀行史』は，合衆国鉄道事業について同一の評価を下しており，トップ・マネジメントの意志決定の権限が，経営政策の執行において，いかに決定的に作用したか，しかも，その中でも，とりわけ独裁的権限を持つトップの状況判断がいかに重大であったかを強調したのである。

---

20) Seidenzahl, F., a.a.O., S.83-86なお，Morgan, Belmont, WinslowなどのNothern Pacificへの融資およびこれらのアメリカ大銀行家とビラードとの関係については，Carosso, V.P. "The Morgan-Private International Bankers 1854-1913," Harvard University Press, 1987, pp.249-254を参照。

かくて，1886年以後，Deutsche Bankは，ドイツ資本市場で本格的にアメリカ鉄道証券の上場を開始し，その第一号がNothern Pacificの既発債，第一回担保付社債であり，その上場相場は，108%であった。[21] 以後，同行が関与したアメリカ合衆国の鉄道証券は，第3表の通りである。この表によれば，Deutsche Bankは，J·P· Morganに支持されたヒル・グループ（Hill-Gruppe）のNorthn Pacific Railroad Co.やその系列会社の鉄道会社のみに投資しただけでなく，スタンダード・オイルグループ（Standard・Oil-Gruppe）のChicago, Milwaukee and St Paul R. Co., Kuhn Loeb & Co.に支持されたアメリカ鉄道王，ハリマン・グループ（Hariman-Gruppe）のSouthern Pacific Companyの属したUnion Pacific鉄道系統路線，さらにSpeyer & Co.に支持されたMissouri Pacific R. Co.を含むGould鉄道系統路線，Baltimore and Ohio Rr. Co., New York Central鉄道系統路線，New York, New Haven and Hartford Rr. Co.などなどのごとく有力な合衆国大投資銀行の金融支持を受けた各鉄道会社グループなどにも参加の領域を拡大していった。ただ，これらの鉄道会社もリーフマン（Liefmann, R.）の投資銀行別系列区分にみられるように，複数の投資銀行より融資を受けているものもある。[22] したがって，そのような場合，Deutsche Bankもまたドイツ資本市場において引受証券の上場売出しに際しては，当該投資銀行と提携する他のドイツ大銀行と共同して活動していくのである。

とはいえ，同行自体が，単独でかかる合衆国鉄道証券への参加・取引業務を展開する事は少なく，従来より緊密な関係を有していたアメリカ業務のパートナー，銀行商会Jacob S. H. Stern，ニューヨークのSpeyer & Coおよびフランクフルトの L. Speyer-Ellissen.と共同して行う場合が大半であった。[23]

他方，Deutsche Bankは，合衆国においては，鉄道業以外に電気産業の分野にも進出していく。

21）Seidenzahl, F., a.a.O., S.77-78.

22）Liefmann, R., Beteiligungs-,und Finanzierungsgesellschaft, Dritte Auflage, Jena, 1921, S.65-72. リーフマンは云う。「私の指導の下で仕上げられた著作，エルンスト・ピカルド（Ernst Picard）のアメリカ鉄道会社の金融によれば，いくつかの最も重要な鉄道会社は，それを支配し，資金を供与した大銀行家（Finazleute）によって次のグループに分けられる。

(1) J.P. Morgan & Co.	(2) Kuhn Loeb & Co.	(3) Speyer & Co.
Atchison, Topeka & Santa Fé	Atchison, Topeka & Santa Fé	Baltimore & Ohio
Atlantic Coast Line	Baltimore & Ohio	Cincinnati, Hamilton & Dayton
Chicago, Burlington & Quincy	Chicago & Northwestern	Missouri, Kansas & Texas
Chicago, Milwaukee & St. Paul	Chicago, Milwaukee & St. Paul	Missouri Pacific
Cleveland, Cincinnati, Chicago & St. Louis	Cincinnati, Hamilton & Dayton.	San Louis & San Francisco.
Colorado & Southern	Rock Island	
Erie Railway	Illinois Central	
Great Northern	Pennsylvania	
New York Central & Hudson River	Southern Paciffic	
New York, New Haven & Hartford	Union Pacific	
Northern Pacific	Wabash	
Southern Railway		

」(Ebenda, S.72.)

23）Otto, W., a.a.O., S.37-60.

第3表 Deutsche Bank の引き受けたアメリカ合衆国の鉄道証券

年度	銘柄
1886	Westshore and Ontario Terminal Bonds
	Northern Pacific Mortgage Bonds
88	5% Oregon Railway and Navigation Bonds
	6% Northern Pacific Railroad Co. Ⅲ Mortgage Bonds
90	5% 50 jahrigen Central Pacific Railroad-Gold Bonds
92	5% Bonds der Houston and Texas Central Railway Co.
98	5% Consol I st Mortgage Bonds der Southern Pacific Railway Co.
1900	4% Northern Pacific Railway St. Paul and Duluth Didision Bonds
1	4% Bonds der Northern Pacific Railway Co.
2	4% Prior Lien Bonds der Nothern Pacific Railway Co.
3	4% Prior Lien Bonds der Northern Pacific Railway Co.
	4% First Mortgage Bonds der Central Pacific Railway Co.
4	Refunding Mortgage Bonds der Central Pacific Railway Co.
	4% Note der New York, New Haven, & Hartford Railway Co.
	4% Bonds der Missouri Pacific Railway Co.
5	4% First Refunding Mortgage Bonds der Cicago, Rock, Island and Pacific Railway Co.
	4% Bonds der Central Pacific Railway Co.
	4% First Mortgage and Refunding Bonds der Southern Pacific Railway Co.
6	4% Bonds der Chicago Rock Island & Pacific R.R.Co.
	4% Bonds der Southern Pacific R.R.Co.
	Neuer Shares der Baltimore & Ohio R.R.Co.
8	5% Bonds der St. Louis & San Francisco Railroad Co.
	5% Bonds der Carolina, Clinchfield & Ohio Railway Co.
	5% Notes der Baltimore & Ohio Railway Co.
9	4% First Mortgage Bonds der Western Maryland R.R.Co.
	5% Mortgage Bonds der Denver and Rio Grande R.R.Co.
	5% Mortgage Bonds der St. Louis & San Francisco R.R.Co.
10	5% Bonds der Denver & Rio Grande R.R.Co.
	5% Bonds der St. Louis & San Francisco R.R.Co.
11	4% First Mortgage Bonds der Western Maryland R.R.Co.

資料：Geschäft-Berichts der Deutschen Banken für das Jahren 1886-1912 より作成

1889年，Edison グループが合同して一の会社 Edison General Electric Company として設立された時，Drexel Morgan & Co., Winslow Lanier & Co., Jacob S.H. Stern, AEG，および Siemens & Halske などと共に1200万ドルの新株を引き受けるシンジケートに参加した。

このような国際的な電気産業にかかわる関係は，もともと，1883年，Edison グループからパテントを導入して設立された Deutsche Edison Gesellschaft（ＡＥＧと改称）が，1887年にその資本金を1200万マルクに増加した際，Duetsche Bank が700万マルクを引き受けたことから開始されており，その意味では，すでに，ドイツで展開されていた方向を一層押し進めるものであった。

さらに，Deutsche Bank はラテン・アメリカ諸国へも積極的に進出した。同行の国際金融業務は，度々，上記の合衆国投資銀行と共同して行われ，その意味では，これらの投資銀行との提携は，同国内の事業にのみ限定されているわけではなく，Deutsche Bank の展開していた「海外事業」と深くかかわっていた。[24)]

4．証券業務の危機への対応と「信託会社」の設立

ところが，Deutsche Bank の合衆国証券への本格的関与の開始以来，ニュヨーク証券取引所の出来高は，株式と債券のいずれにおいても，86年を境にして翌年より次第に低下傾向を示し，1890年の「取引所恐慌」時には，ほぼピーク期の半分にまで減少した。[25)] このような低迷する景気変動は，Nothern Pacific の不調な経営に一段と打撃を与え，資金繰りは，逼迫の一途を辿った。ビラードの退任以降は，同鉄道の支線においても収益が上がらず，配当支払いも不可能となった。こうした Nothern Pacific グループの極度の経営不振は，株式のみならず，債券においても，相場の急落を伴ったのは必然であり，この事態は，合衆国証券を取り扱い始めた「Deutsche Bank の声望を著しく傷つけるものとなった」。

したがって，Deutsche Bank にとっては，何よりもまず，信頼を維持するために「合衆国におけるドイツの投資保護」が要請された。また，一旦着手した以上，当分は撤退不可能であり，そのた

---

24) Seidenzahl, F., a.a.O., S.121-124. および拙著『前掲書』第５章「ラテン・アメリカとドイツの経済的諸関係」を参照。

25) ニューヨーク証券取引所の有価証券出来高（ただし，株式数，社債数とも単位は100万である。）

年度	株式	社債
1886	104	649
1887	86	374
1888	63	353
1889	62	398
1890	59	379
1891	72	392

(Michie, R.C., The London and New York Stock Exchange 1850-1914, London, 1987. p.195.)

めこうした状況変化にも関わらず，逆に「投資の促進」を余儀なくされたのである。[26]

そのうえ，当時，合衆国の株式証券は，記名式であり，配当は，小切手（Scheck）の形式をとり，ニューヨークで支払われるため，それは，まず，ドイツに送付され，裏書きをした後，再び返送されねばならず，ドイツの証券保有者にとっては配当取得が煩雑で費用のかかるものであった。したがって，合衆国の有価証券をドイツの資本市場で大々的に取り扱うためには事務手続上，このような問題を技術的に解決する必要があったのである。[27]

以上のような，様々な要請から，Deutsche Bankは，1890年3月，同行のベルリン本店内に，ドイツ人投資家の登録業務の引き受けと信託業務を行う特別な会社，Deutsch-Amerikanische Treuhand Gesellschaft（German American Trust Company）を設立したのである。創業には，アメリカ業務のパートナーJacob S·H· Sternが参加した。同銀行商会の顧問，ブラウンフェルズは，今やDeutsche Bankのアメリカ鉄道事業の顧問にも就任していたし，同銀行商会自体もアメリカ鉄道業の融資に大々的に関与していたからである。同銀行商会は，また強固な家族的結合を基盤とする国際的な金融ネットワークを形成しており，とりわけSpeyer & Co., Ellissen, Rothschildなどの著名な個人銀行との緊密な関係は，Deutsche Bankにとっては，極めて重要であった。

ここに，創業資本2000万マルクの特殊な会社，「証券代位会社」（Effektensubstitutionsgesellschaft）が誕生した。同社の払い込み資本金は25％であり，Deutsche BankとJacob S·H· Sternがそれぞれ半々の対等出資で，僅かではあるが，ジーメンスとブラウンフェルズらも株主として参加した。もともと，このTreuhand Gesellschaftは，「信託会社」として設立され，アメリカの優良な有価証券の販売を目的とし，資金調達は社債発行でまかなう計画であった。ところが，合衆国の経済状況の不振を理由にこの事業計画は，実施されず，その結果，同社は，当時としては，多額の資本金を準備せざるをえなかったのである。監査役会の議長にはジーメンスが就任し，同社の定款には，次のような目的が具体化されていた。

1．自己計算および他人計算で北アメリカの有価証券を取得し，販売すること
2．北アメリカの有価証券を会社が所有するのとひきかえに，これと等価の確定利付き債券を発行すること
3．北アメリカの有価証券の所有者の利益を代表すること
4．会社に寄託された有価証券に対して証明書を交付すること，等々。[28]

---

26) Die Deutsche Bank 1870-1995, S.66-67.
27) Helfferich, K., a.a.O.Ⅱ., S.247.
28) Schuld, H., "Geschischte der Deutschen Treuhand Gesellschaft 1890 bis 1965" in: 75 Jahre Deutsche Treuhand-Gesellschaft 1890-1965, Frankfurt am Main S.15-17.

創業資本の構成（1890年3月）

1．Deutsche Bank	9,925,000マルク
2．Jacob S·H· Stern	9,925,000マルク

↗

この定款に基づく限り，同社の特色は，「投資銀行」業務に，「信託機能」(Treuhandfunktionen) が付け加わり，これを「証券代位」(Effektensubstitution) で支える構造になっていた。とくに，同社の「証券代位」との結合については，創業者ジーメンスの着想であり，彼は，この考え方をイギリスの「投資信託」(Investment Trust) に模範を求めたと言われている。[29)]

この特殊会社の活動開始後，半期間の成果は第4表の通りである。実際に運用した資金500万マルクに対する利益は，ほぼ14万マルクであり，確かに，証券勘定との対比では，約10%の収益率に達したとはいえ，払い込み資本金の75%が，まだ親会社の銀行口座に預託されたままであった。

1893年，通貨価値の変動を伴う大恐慌が勃発し，その影響で74の鉄道会社とそれらに投資されていた18億ドルが犠牲となり，アメリカ鉄道証券に参加していた何百万ドルのドイツ資本もその被害を蒙ることになった。その中には，Deutsche Bank グループが積極的に関与した Northern Pacific Railroad Co. も含まれ，同年9月，同鉄道会社は，債券利子（第一回担保付社債を除いて）の支払いさえ不可能になり，破産に至り，管財人によって管理されることになった。

この経営破産を招いた原因は，激しい競争戦に対応するため，1890年以降3年間にわたる過度の建設拡張と景気の不振によって92～93年に生じた収入の大幅な減退であった。さらに，Oregon Railway and Navigation Co. が Union Pacific Co. の倒産に巻き込まれ，その結果，アメリカ鉄道有価証券の取引を主要な営業目的として設立されたばかりの Deutsch-Amerikanische Treuhand Gesellschaft も甚大な被害を受け，一時期，同社の解散さえ論議された。結局，当分の間，信託業のみ存続させ，社名を変更して，Deutsche Treuhand Gesellschaft とし（ドイツでは，1899年に成立した

第4表　Deutsche-Amerikanische Treuhand Gesellschaft の貸借対照表

（1890年12月31日）

（単位：マルク）

未払込資本金	15,000,000.00	資本金	20,000,000.00
銀行預金		買掛金	750.00
(Deutsche Bank	1,845,392.81)	利益	137,085.60
(Jacob S.H. Stern	1,815,522.22)		
計	3,659,915.03		
証券勘定	1,472,711.67		
動産勘定	2,388.95		
各種債権	2,819.95		
	20,137,835.60		20,137,835.60

資料：Schuld, H., a.a.O., S.17.

↘ 3．Dr. Georg von Siemens　50,000マルク
4．Otto Braunfels　50,000マルク
5．Dr. jur. H. Oswalt　50,000マルク
(Schuld, H., a.a.O., S. 16.)

29) Liefmann, R., a.a.O., S.15-16.

不動産抵当銀行法 Hypothekenbankgezetz によって Treuhänder という概念が初めて知られるようになる)，1894年に100万マルクの減資を断行した。こうして，信託業中心の会社として再出発し，1896年，Cansas City Terminal Construction Co. におけるドイツ株主団体の信託管理および Central Pacific Railway Co. 5％利付き社債の保管者として，ニューヨークの United State Company の代表を引き受けた。

しかし，以上のような合衆国における倒産を含む「苦い経験」から，同社は経営政策の転換を余儀なくされた。1907年の『営業報告書』によれば，合衆国での事業を制限して，スイス，オーストリア，イタリア，スペイン，オランダ，デンマークなどのヨーロッパ諸国に重点を移行し，また南アメリカ，東ヨーロッパへもその活動領域を拡大していった。[30]

5．Nothern Pacific の「経営支配権をめぐる闘争」と Deutsche Bank のスタンス

破産した Nothern Pacific の再建は Deutsche Bank にとっても極めて重要な課題であり，93年以来，この事業を担当したのがジーメンスの「後継者」とみなされたグヴィナー（Gwinner, A.v.）であった。「2年半の労苦多い間断なき交渉」の結果，1896年，Deutsche Bank は，J.P. Morgan & Co. と共同して Northern Pacific Railroad & Co. の再建を行う目的で金融シンジケートが形成された。同鉄道会社の債務の共同引き受けがこのシンジケートの主要課題であり，「過去の損失を除去し，将来の成功を配慮する」企画が作成された。この企画の要点は，(1)社名を "Railroad Co." から "Railway Co." に改めること (2) 4％社債1億500万ドル，3％社債5600万ドル，4％優先株7500万ドル，普通株8000万ドルを発行し，これらの新会社の新規発行社債を旧会社の既発行社債に借り換え，同じく，新会社の優先株と普通株は旧会社の配当証券の転換に充用すること (3)シンジケートが利払いを保証し，かつ再建実施を監督するというもの，であった。この再建事業は，合衆国金融史上，その規模の大きさでは，当時としては未曾有のものであった。新会社 Northern Pacific Railway Co. の経営状態は確実に改善され，以後，収益は年々増加し，[31] 普通株への配当は，98年2％，99年3％，1900年4％，そして1901年には5％，翌年には6.5％と毎年1％の割合で増配を実施していくことが出来たのである。[32] 確固とした経営基盤と安定した収益力の構築によって，この時期，総じて収益状態の悪化に転じた他の鉄道会社とは異なって，新会社 "Railway Co." の順調な事業展開は，当然，株価にも連動していった。

同社の相場は，再建の終了を待たずに漸次回復し，下落しつつあった一般的傾向とは同一歩調を

30) Geschäft-Berichts der Deutschen Banken Für das 1893, u. Schuld, H., a.a.O., S.19-20, 34.
31) Seidenzahl F., a.a.O., S.96-99 u. Helfferich, K., a.a.O. II., S.267-272. u. Fuchs, M., Arthur von Gwinner, Berlin 1931, S.10-13. u. Pohl, M., Arthur von Gwinner, S.112.
32) Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften, 1914-1915, I Band, 1915, S.56 u. Otto, W., a.a.O., S.37.

取らず，逆に，1901年の初頭には，はやくも額面を超過する水準にまで上昇したのである。[33)]

だが，この1901年の5月初旬，同鉄道会社の経営支配権をめぐる大買占事件が起こった。一方の側には，J.P. Morgan に支持された Hill，他の側には，Gould と Rockfeller を味方につけ，銀行商会 Kuhn, Loeb & Co. に支持された Hariman が立った。いわば，二つの強力なアメリカ銀行資本に支持された Hill と Hariman の両グループが，激しい多数派工作を展開したのである。この事件は，ウォール街で発生した買占めでは，おそらく最も注目すべきものであった。両グループの熾烈な闘争ため，Railway Co. の株式は，「仕手株」化し，日々急騰して短期間に取引所パニックが勃発するほどの戦いとなった。5月5日の終値相場110%，6日の始値相場116%，だが，同日の終値相場133%に急上昇，さらに7日，8日の終値相場は150%，180%となり，遂に，9日の取引所開始時は205%，その一時間後には1000%へと跳ね上がったのである。[34)] そしてまた，この株式「大争奪は膨大な空売りを引き起こした。わずかの期間に既発行高を上回る借株と空売りが行われた。売方は買埋めるための株式を買入れることができない」状況が発生し，これがさらに株価暴騰を支持する要因になったのである。[35)]

しかし，相場の沸騰はいつまでも持続出来るものではない。正しくこの9日，両グループの停戦によって熱狂的投機は終息した。そのプロセスについて，ライブニッツは次のように要約している。「コール・マネーは，70%上昇した。鎮静化するために，銀行14行と銀行商会1行は金融市場を支える目的で1950万ドルの資金を調達し，ブローカーは，同日，Nothern Pacific の取引契約をもはや仲介しえないとして閉鎖を宣告した。普通株の終値相場は325%に下落した。この日のみで，333.7万株が売買されたのである。やがて交渉が始まり，弱気筋から150%で買い戻され，5月10日取引所開始時には，150%の相場が付けられた。」[36)]

この極端なわずか6日間で展開された劇的な「市場撹乱」の原因は，Railway Co. の資本金1億5500万ドル（普通株8000万ドル，優先株7500万ドル）のうち，Hariman グループによって普通株3700万ドルと優先株4100万ドルを取得されたことに気づいた Hill グループが，Morgan の支援の下に1500万ドルにも及ぶ普通株買い占めの対抗措置を取ったからであった。[37)] いうまでもなく，この

---

33) Seidenzahl, F., a.a.O., S.96-97.

34) Reibnitz, K.F.v., a.a.O., S.57. および Leffler L.G., The Stock Market, New York, 1951,『株式市場』小竹豊治監訳，山一証券株式会社刊，1956年，410頁。

35) Leffler, L.G., op, cit.,『前掲書』411頁。

36) Reibnitz, K.F.v., a.a.O., S.57-58.

37) Liefmann, R., a.a.O., S.197-198. この買占め事件の発端は，両当事者がいずれも Cicago, Burlington and Quincy Railroad と呼ばれる小鉄道会社の支配権の獲得をはかったことからであった。この小鉄道会社は，対立する二つのグループの勢力範囲の境界域に位置し，両者とも自分の勢力下に治め，相手を牽制しようと望んだからである。この株買占めでは，Hill-Morgan グループが支配権を取得した。そこで，Hariman-Kuhn Loeb &Co グループは，大胆にも「子牛を手に入れるためには，雌牛を買う」方針を，すなわち Nothern Pacific の買占めを図ったのである。なお，この事件についての詳細な展開は，鎌田正三著『アメリカ企業金融史』，お茶の水書房，1982年刊，129頁—138頁参照。

Nothern Pacificの株式による「市場撹乱」は，それを上場していたヨーロッパ資本市場にも波及したのは必然であった。

5月11日，ニューヨークの木曜日取引所パニック（Panik an der Newyorker Donnerstag-Börse）の翌々日，『ベルリーナ・ターゲスブラット新聞』(Berliner Tagesblatt）のコラム「週間展望」において，はやくも事件の概略がほぼ正確に紹介され，しかも「これまで，歴史上記録に留められた最大の過剰投機の期間でさえ，ここ8日間にニューヨーク取引所で起こった出来事に較べれば，まったく取るに足らない」とまで論評されていた。だが，この時点では，同紙の別の欄によると，まだ，「ウォール街では，Nothern Pacific鉄道の株主にとっては，弱気筋の方が有利と決断すべきか，あるいは敵対する利害関係者グループの一時的停戦を意味するにすぎないと決断すべきかで，大きな躊躇があった」[38]。同鉄道株価の「市場撹乱」とこうした不明確な動向の中で，ドイツにおいては，ベルリンで購買した株式をニューヨークかロンドンで受渡すという国際的な「裁定取引」(Arbitrage)が，主として，国内の「定期取引」(Termingeschäft)の方法と連関させて展開された。投機的気運の高揚した早い時期に，株価崩壊を期待して，転売・買い戻しのスタンスからプレミアムの売り方に立った投機的な仲買人が，同時に利鞘の獲得をねらって異国間の「裁定取引」を行ったのである。ところが，思惑をはるかに越えた相場で買い方の権利行使により，「儲けたプレミアムを大幅に超過する金額を借り入れて支払う」という「義務履行」を余儀なくされ，「多大な犠牲」を蒙るに至った。結局，「株式の受渡や正常な方法での繰り延べがもはや不可能になり」，外国への受渡義務は清算せざるをえなかったといわれている。[39]

この「経営支配権をめぐる闘争」は，最終的には，Hill-Morgan グループは普通株，Hariman-Kuhn Loeb & Co. グループは，優先株で多数を獲得した。その投機ブームの中で，優先株を所有していたドイツの株主はそれを処分することによって，莫大な利益を取得し，このことから，Deutsche Bankは，当時の新聞『ニューヨーク・イブニングポスト』5月14日号で同鉄道会社の「所有をHarimannグループに売り渡した」とまでいわれた。[40]

この事件の顚末についてDeutsche Bankの1901年の『営業報告書』は次のように言及している。

---

38) Berliner Tahesblatt und Handels Zeitung, 1901年5月11日号

39) Reibnitz, K.F.v., a.a.O., S.59. たとえば，ベルリンとロンドンにおけるNothern Pacificの優先株の相場動向は次の通りである。

（単位：%）

	5月6日	5月7日	5月8日	5月9日	5月10日	5月11日	5月12日	5月13日	5月14日	5月15日
ベルリン	99.00	100.80	105.20	102.80	99.10	101.10	—	105.00	104.10	100.90
ロンドン	102.½	105.½	112.00	—	107.½	107.00	—	107.½	—	—

資料：Berliner Tagesblatt und Handels Zeitung 1901年5月6日号—5月15日号より作成

40) Seidenzahl, F., a.a.O., S.100.

「Nothern Pacific 鉄道は，5月上旬，同鉄道の支配権をめぐる二つの対立する当事者間の激しい闘争目標となった。このことによって，同社の優先株（ドイツでは普通株は上場されていない）に起こった相場上昇は，ドイツの公衆の利用対象となり，その保有者は利益を得て処分した。したがって，1902年1月1日，優先株が額面償還されるという同社の株式に対して，ドイツ人の興味は，完全に消え失せてしまったのである。鉄道再建以来，同社の株式保有から生じたドイツ国民資産の増加は，6000万マルク以上になると見積もられる。[41]」

この買占め乗っ取り事件は，結局，Hill-Morgan グループの勝利に帰着した。いずれにせよ，Deutsche Bank にとって合衆国証券業務にこれまで懸案となっていた厳しい課題は，このような偶発的好機を利用することによって克服されたのである。

Ⅲ．ドイツ証券取引所と合衆国鉄道証券の上場問題

1．Baltimore & Ohio Railroad Co. の普通株上場問題

経営支配権をめぐる大買占め事件への対応後も，Deutsche Bank の評価は高く，Nothern Pacific 再建への協力とその事業の成功は，合衆国金融界において「共同事業の強力なパートナー」としての地位と「ドイツの資本力への信頼」をもたらした。同行は，引き続き合衆国証券取引業務に従事し，Hill-Morgan グループ以外とも提携をすすめたのである。[42]

1904年，Deutsche Bank は96年のドイツ取引所法発効以来，はじめて自らが株式資本の11.4%を保有し，第三位の大株主でもあった合衆国鉄道，Baltimore & Ohio Railroad Co. の普通株をドイツ各地の取引所に上場した。[43] 一般に，当時，ドイツ大銀行が，引受証券の売出機関として多額の証券を取り扱う場合，本店のみならず，全国的に配置された支店網および系列・提携銀行を通して中央・地方の各取引所に上場し，広く分散して消化していたからである。ただ，外国有価証券の上場に関しては，ドイツの取引所は，ベルリンとフランクフルトとハンブルクの三大取引所にほぼ限定されていた。また，株式のような「投機的気分に富む一般公衆に喜ばれる証券」においては，「良い取引所相場」を得るために，売出し時期の選択も重要であった。[44] そして，一般的には，「相場形成の日々の傾向は，ベルリンにフランクフルトとハンブルクが依存していた[45]」から，その意味では，中

41) Geschäft-Bericht der Deutschen Bandken für das Jahr 1901.
42) Fuchs, M., a.a.O., S.14-15.
43) Baltomore & Ohio Railroad Co. の総株式資本2億1500万ドル（普通株1億5500万ドル，優先株6000万ドル，1907年時）のうち20%は Pennsylvania Railroad Co.,18.6%は Union Pacific Co.,残りの61.4%は公衆の保有であった。同鉄道会社の筆頭株主は，Kuhn Loeb & Co.の系列下にあった。(Otto, W., a.a.O., S.53-57.)
44) Schmalenbach, E., Finanzierungern, 4 Aufl, Berlin S. 301-330. 鍋島達訳『会社金融論』，同文館，1932年刊，480頁—524頁。および向井鹿松著『証券市場論（各論）』丸善，1927年刊，532頁—558頁。
45) Wagner, G., Die Hamburger Fondbörse, Aschersleben, 1927, S.61.

央取引所たるベルリンの「売出し」状況の如何が当該引受証券の最初の評価において，決定的な印象を与えた。合衆国鉄道証券，Baltimore & Ohio Railroad Co. の普通株上場も同様な方法が用いられた。まず，1月22日，ベルリン取引所ではDeutsche Bankによって，次に2月6日，フランクフルト証券取引所ではDeutsche Bankの支店とJacob, S.H. Sternによって，それから6月5日，ハンブルク取引所ではDeutsche Bank支店によって売り出された。上場初相場は，このような上場承認確定日の相違を反映して，それぞれ85.10%，74.40%，81.35%と異なった。約半年間に及ぶ上場売出し期間を設定したにもかかわらず，この普通株上場の出発点は，いずれも大幅額面割れ発行という低い評価の下で，同鉄道会社の増資分の全体1250万ドル＝5250万マルクが募集されたのである。

この普通株上場について，Deutsche Bankの『営業報告書』は，次のように言及している。「合衆国の経済状態好転への期待で，われわれは最も古くからある北アメリカの鉄道会社，Baltimore & Ohio Railroad Co. の株式を当営業年度の初頭にドイツの取引所に上場した。印紙税への大変な出費にも拘わらず，幸いにも，ドイツ公衆はこの証券を受容し，大きな国際市場で，いつでも金（Gold）となりうるかかる証券に国民資産の投資先を見出したのである[46]」と。ドイツ取引所法の規定に基づくこの最初の普通株上場に対してDeutsche Bankは，「上場証券審査局」（Zulassungsstelle）へ提出する「目論見書」（Prospekt）と「必要書類」の作成と入手のため，同行代理人をニューヨークへ派遣し，規定に応じた準備作業を入念に行ったのであるが，「ドイツ公衆」の反応は厳しい評価を下したのである。

ところが，僅か2年半後の1906年10月末から11月初めにかけて，Deutsche Bankは，さらに，同鉄道会社の新規増資分の普通株2775万ドル＝1億1655万マルクを上場した。

今回は順序を変えて，最初に，伝統的に合衆国証券の上場に重要な役割を果たしていたフランクフルト取引所で[47]，10月25日，L. Speyer-Ellissen, Jacob. S.H. Stern，およびDeutsche Bank支店によって売り出され，上場初相場は125.50%に達した。その後11月6日，今度はベルリンとハンブルクの取引所において，いずれもDeutsche Bankの本・支店によって，同時に売り出され，118.60%と118.25%の上場初相場が付けられ，額面を大きく上回った。しかも，今回の募集に対しては，旧株主には100%の優遇価格で予め提供しており，前回と比較したフックス（Fuchs, M.）によれば，「2年後には」，「上場は，極めて円滑に進捗し，このような成果となったのである[48]」とさえ断言でき

46） Geschäft-Bericht der Deutschen Banken für das Jahr 1904.

47） 1912年の時点において，フランクフルト取引所で相場付けられた外国有価証券439件のうち合衆国証券は，59件である。しかし，同取引所においてのみ単独で上場されたのは115件であるが，このうち合衆国証券は37件，つまり30%強を占めていた（Wormser, O., Die Frankufurter Börse, Tübingen, 1919, S.210）。

48） Fuchs, M., a.a.O., S.16-17. u. Otto, W., a.a.O., S.56-57. また，1896年のドイツ取引所法において証券上場制度に関する一切の事務処理を行う上場証券審査局が設置された。これは，すでに各株式取引所に設置されていた審査機関に対して不良証券上場拒否の合法的権限を与えるものであったが，当時としては，世界で最も進んだ制度であるといわれた。しかし，同法といえども，上場規定はまだそれほど詳細なものではなかった（松本信次『株式取引所』，高陽書院，1939年刊，164頁—166頁）。

る程の「良い取引所相場」が形成されたのである。

だが，こうした合衆国鉄道株式の二度にわたる上場初相場の数値は，外国有価証券特有の現象なのか，あるいは96年取引所法以降における証券市場の相場形成の一般的現象なのか，という問題が依然として残らざるを得ない。いま，この合衆国鉄道株式の上場時点について最高・最低の最大乖離幅を測定すれば，50%である。この数値を一般的なドイツ国内企業の株価との比較では，たとえば，プリオン（Prion, W.）の分析した実例 Bochumer Gußstahl と Oberschlesische Eisen-Industrie（前者は定期取引と大口現物取引，後者は現物取引の典型的な取引対象として取り上げられている）株価動向を参考にすると，1904年第一四半期では，180%—195%と95%—105%，1906年第四四半期では，230%—245%と125%—135%であり，それぞれ，取引対象としての役割が異なるにせよ，最高と最低の乖離幅は50%と40%であって，その限りでは，外国企業 Baltimore & Ohio Railroad. Co. の数値とほぼ同じ大きさを示していた。

また，プリオンの説明によると，当時，投資家の「株式価値」に対する「測定基準」(Bemessungsgrundlage）では，理論上，「資本還元された配当」(Kapitalisierte Dividende）という観念が受け入れられていたから，この方法では「資本還元に用いられる利子率」の大きさが問題となった。通常，これは，「その国の一般的利子率」，実際にはドイツにおいては「取引所の民間割引率」(Privatdiskontsatz an der Börse）に「有価証券の産業別種類」(Wertpapiersgattung）および「個々の会社の特別事情に応じた様々なリスク・プレミアムを追加して」設定されていた。このようなものとして，株価が，数値として具体的に表現されるとすれば，分母は，今，景気循環を反映し，時系列的にはどの株式にとっても統一的に作用する「ベルリン取引所の民間割引率」＋リスク・プレミアムとなるから，所属する産業ごとにある程度の相違が生ずるにせよ，決定的要因は，分子の「配当」，すなわち各企業が分配する配当率の大きさの問題に帰着せざるをえないこととなる。確かに，その点では，二つのドイツ国内企業における配当率の場合，前者は10%→15%，後者は0.5%→5.5%であり，それぞれの特殊なリスク・プレミアムを加味し，割高・割安の評価を度外視すれば，実際の株価数値にほぼ反映されていたと云って良い。ところが，Baltimore & Ohio R. Co. の上場初相場は，配当率が4%→5.5%であり，1904年時点で著しい額面割れが起こったとすれば，相当に過少評価されたことを意味し，このことはようやく1906年の時点に至って，国内一般企業程度の水準の評価を獲得したにすぎなかったと判断すべきであろう。[49] したがって，Deutsche Bank の『営業報告書』の説明

49) Prion, W., Die Preisbildungs an der Wertpapierbörse, Leipzig, 1910, S.106-111 u. Tabelle I u. Tabelle III u. Otto, W., a.a.O., S.57. モラル（Moral, F.）もまたドイツの国内工業企業の株式価格について実証分析した結果，発行相場（Emissionkurse）は，「株式の内的価値」(Innerer Aktiewert）—実体資産を資本金で除したもの—ではなく，実際には，「名目的な資本金に配分された配当の大きさによって測定される」と規定し，株価形成における配当の意義を強調したうえで，「割引率」と「相場水準」の関係を「景気循環」と関連づけて論じたのである（Moral, F., Aktienkapital und Aktien-Emissionskurse, München und Leipzig, 1914, S.16-17. u. 28-29)。なお，「ベルリン取引所の民間割引率」（平均）は，↗

とは逆に，合衆国鉄道証券は，必ずしも「ドイツ公衆」から高く評価されていたわけではなかったのである。

2．合衆国鉄道社債の上場について

第5表は，1904年から1911年までの期間にドイツの取引所に新規上場された合衆国有価証券を，個別銘柄ごとの状況ついて集約したものである。まず，証券種類別では，普通株が3件，社債が16件，次に，取引所別では，ベルリンが14件，フランクフルトが16件，ハンブルクが9件であった。例外は，ブレーメン取引所に上場された砂糖会社の社債の1件だけであり，その他は，全て鉄道会社の発行した有価証券であった。特に，その中でも，明らかなごとく，社債が圧倒的シェアを占めていたが，これを，時系列的にみると，ピーク期でさえ，一年間で数件が上場されるにすぎず，しかも同一企業発行の同種の社債が，年度を変えて何回も売り出されたから，上場企業それ自体の数は，著しく限定されたものであった。

この社債を，いま，「売出機関としての銀行」グループ別に区分すれば，Deutsche Bankグループのみの売出し……8件，Disconto-Gesellschaftグループのみの売出し……3件，これら両グループの共同売出し……4件，その他……1件であった。したがって，以上のことから判断すると，合衆国社債の上場・売出しにとっては，フランクフルト取引所とDeutsche Bankの役割が，如何に重要であったかを示している。[50)]

しかし，ドイツ大銀行の参加した有価証券が，全てドイツ資本市場で上場・売り出されているわけではない。そのほかにも，銀行が引き受けたまま保有しているもの，あるいは上場・募集などの売出しによって清算に至るまで保有しているもの，などがあり，これらを含めれば，ドイツ大銀行の合衆国鉄道証券への参加は，実際には，なお一層大きかったとみてよい。この問題については，たとえば，第3表と第5表とを比較すれば，明らかとなろう。以下，ここでは，合衆国鉄道社債の上場に支配的役割を果たしたDeutsche Bankの例を通して，個々の具体的ケースを検討しつつ，ドイツ資本市場の受け入れ状況を分析する。

I．Deutsche Bankグループのみが，「売出機関」として上場したケース

(1) Chicago Rock Island and Pacific Railway Co.

同鉄道会社は，Speyer & Co.の系列下にあるRock Island系統路線の「中心会社」である。1905年，「30年物4％第一順位担保付き借換金建て社債」をL. Speyer-Ellissenと共に700万ドル引き受け

↘1904年1月は，2.580％，同年6月は3.099％，1906年10月は4.829％であった。（資料：Die Reichsbank 1876-1910, Berlin, 1912, S.206-207）

50) なお，同時期の外国有価証券上場件数について各取引所ごとに比較すると，ベルリンは1863件，フランクフルトは822件，ハンブルクは367件であった。（Pohl, ,M., Deutscher Kapitalexport im 19 Jahrhundert, S.54）

た。ただ，同証券全体の発行額は，3255.8万ドル＝1億3674.36万マルクであったため，『四季報』には，この金額が記載されている。引き続き，同種の社債が，1906年には1178.4万ドル＝4949.28万マルク，1907年には1000万ドル＝4200万マルクが上場され，いずれも，ベルリンでは Deutsche Bank 本店，フランクフルトでは L. Speyer-Ellissen によって売り出された。上場初相場は，国内の「一般的利子率」の上昇傾向を反映して，売出しの度ごとに下落し，第三回目では，90%を若干下回る割引発行となった。第二回目の発行には，Darmstädter Bank が参加した。[51)]

(2) Denver and Rio Grande Railroad Co.

同鉄道会社は，Speyer & Co. 系列下の Gould 系統路線において二番目に大きな企業である。1909年と10年の二回に分けて，同種の「5%第一順位担保付き借換社債」を発行した。この証券はDeutsche Bank本店により単独でベルリン取引所に上場され，発行額は，500万ドル＝2100万マルクと600万＝2520万マルクであった。いずれも，97.75%の同一相場で募集売出しが併用された。ただ，1910年の場合には，ほぼ半分が募集売出しされたにも拘わらず，上場初相場は，0.25%だけ募集売出し相場を下回った。[52)]

(3) St. Louis and San Francisco Railroad Co.

Rock Island 系統路線の鉄道会社であり，1910年，「5%一般担保付き金建て社債」3602.5万ドル＝1億5141.84万マルクがフランクフルトで，さらに翌年，同種の社債が，フランクフルトでは900万ドル＝3790万マルク，またベルリンでは4259.9万ドル＝1億7891.58万マルク売り出された。このベルリン分の1億4091.84万マルクは，すでに前年フランクフルトに上場されていたものである。[53)]

(4) Rock Island Arkansas and Louisiana Railroad Co.

ロンドン，アムステルダム，ニューヨークでも売り出され，ドイツでは，フランクフルトにおいて，Speyer-Ellissen と Deutsche Bank 支店が，「4.5%第一順位担保付き金建て社債」1100万ドル＝4620万マルクを上場した。

Ⅱ. Disconto-Gesellschaft グループと共に「売出機関」として上場したケース

同グループは，M.M. Warburg & Co. と緊密な関係にあった Kuhn Loeb & Co. と提携していた。同投資銀行は，Gould 系統路線ついては Speyer & Co. と共同して参加していた。

(5) Southern Pacific Railroad Co.

Union-Pacific 系統路線の「最も重要な会社」であり，Deutsche Bank もまた，「新たな確信をもって」1899年，普通株以外に，1937年に満期となる「5%第一順位担保付き併合金建て社債」を

51) Otto, W., a.a.O., S.46. u. Liefmann, R., a.a.O., S.72.
52) Otto, W., a.a.O., S.44-45.
53) Otto, W., a.a.O., S.47-48.

第5表　ドイツの各取引所に新規上場された合衆国有価証券の状況（1904年—1911年）

［注記，（B）：ベルリン，（F）：フランクフルト，（H）：ハンブルクの各取引所を表す］

上場年度	上場銘柄	取引所	売出機関としての銀行	上場承認決定日	上場初相場(%)	発行金額（100万）
1904	Stammaktiem der Baltimore & Ohio Railroad Co.	(B) (F) (H)	Deutsche Bank 本店 Deutsche Bank 支店，Jacob, S.H. Stern, L. Speyer-Ellissen Deutsche Bank 支店	1月22日 2月6日 6月5日	85.10 75.40 81.35	$125.0 =M525.0
	4% Refunding Mortgage Gold Bonds der Long Island Railroad Co.	(H) (B) (F)	M.M. Warburg & Co. Norddeutsche Bank Disconto-Gesellschaft Disconto-Gesellschaft	4月25日 4月28日 5月5日	99.60 99.60 99.60	$ 10.0 =M 42.0
1905	40 jahrige 4% Goldanleihe von 1905 der Missouri Pacific Railway Co.	(F) (H)	Deutsche Bank 支店，Jacob, S.H. Stern, Disconto-Gesellschaft, Deutsche Vereins bank M.M. Warburg & Co. Deutsche Bank 支店，Norddeutsche Bank	2月17日 2月27日	96.60 96.50	$ 25.0 =M115.0
	4% First and Refunding Mortgage Gold Bonds der Chicago Rock Island and Pacific Railway Co.	(F) (B)	L. Speyer-Ellissen Deutsche Bank 本店	8月3日 9月4日	97.20 97.50	$ 32.558 =M136.7436
	Stammaktien der Pennsylvania Railroad Co.	(H) (B) (F)	M.M. Warburg Co. Norddeutsche Bank Disconto-Gesellschaft Disconto-Gesellschaft	9月4日 9月8日 9月16日	144.00 144.00 144.00	$400.0 =M168.00
	3½% in Aktien Konvertierbare Goldbonds der Pennsylvania Railroad Co.	(H) (B) (F)	M.M. Warburg & Co. Norddeutsche Bank Disconto-Gesellschaft Disconto-Gesellschaft	9月4日 9月8日 9月16日	101.75 101.75 101.75	$100.0 =M420.0
1906	4% First Refunding Mortgage Gold Bond der Southern Pacific Railroad Co.	(F) (B) (H)	L. Speyer-Ellissen Deutsche Bank 本店 M.M. Warburg & Co.	2月3日 3月26日 4月5日	98.00 97.40 97.25	$ 75.0 =M315.0
	4% Goldbond First and Refunding Mortgage der Chicago, Rock Island Pacific Railroad Co.	(F) (B)	L. Speyer-Ellissen Deutsche Bank 本店	4月14日 5月7日	94.90 94.20	$ 11.784 =M 49.4928
	Nene Stammaktien der Baltimore & Ohio Railroad Co.	(F) (B) (H)	L. Speyer-Ellissen, Jacob, S.H. Stern, Deufsche Bank 支店 Deutsche Bank 本店 Deutsche Bank 支店	10月25日 11月6日 11月6日	121.50 118.60 118.25	$ 27.75 =M116.25
	5% hypothekarisch sichergestellte Bonds der Oahu Sugar Co.	(Br)	E.C. Weyhausen	12月20日	102.50	$ 1.2 =M 5.25

上場年度	上場銘柄	取引所	売出機関としての銀行	上場承認決定日	上場初相場(%)	発行金額(100万)
1907	4% First Refunding Mortgage Gold Bonds der Southern Pacific Raildroad Co.	(F) (H) (B)	L. Speyer-Ellissen M.M. Warburg & Co. Deutsche Bank 本店	1月24日 2月27日 3月14日	95.20 95.75 93.50	$ 7.5 =M 31.5
	4½% Refunding & Extension Mortgage Redeemable Gold Bonds der Colorado & Southern Railway Co.	(B) (F)	Berliner Handelsgesellschaft, Bank für Handel und Industrie 本店 Bank für Handel und Industrie 支店	4月6日 6月18日	91.25 92.00	$ 10.0 =M 42.0
	4% First and Refunding Mortgage Gold Bonds der Chicago, Rock Island and Pacific Railway Co.	(F) (B)	L. Speyer-Ellissen Dentsche Bank 本店	4月15日 5月27日	89.90 87.50	$ 10.0 =M 42.0
1909	5% Bonds der First and Refunding Mortgage Denver and Rio-Grande Railroad Co.	(B)	Deutsche Bank 本店	8月20日	98.25	$ 5.0 =M 21.0
	5% General Lien Gold Bonds der St. Louis and San Francisco Railroad Co.	(F)	L. Speyer-Ellissen, Deutsche Bank 支店	12月31日	90.00	$ 36.052 =M151.4184
1910	4½% First Mortgage Gold Bonds der Rock Island Arkansas and Louisiana Railroad Co.	(F)	L. Speyer-Ellissen, Deutsche Bank 支店	5月26日	96.25	$ 11.0 =M 46.2
	5% First and Refunding Mortgage der Denver and Rio-Grande Railroad Co.	(B)	Deutsche Bank 本店	6月3日	97.50	$ 6.0 =M 25.2
1911	5% General Lien Gold Bonds der St. Louis and San Francisco Railroad Co.	(B) (F)	Deutsche Bank 本店 L. Speyer-Ellissen, Deutsche Bank 支店	1月9日 1月20日	88.20 88.30	$ 51.599 =M216.8158
	4% Gold Bonds First Mortgage der Southern Pacific Railroad Co.	(H) (F) (B)	M.M. Warburg & Co. Norddeutsche Bank Disconto-Gesellschaft Disconto-Gesellschaft, Berliner Handelsgesellschaft, National Bank für Deutschland	1月7日 1月21日 7月4日	93.25 93.25 92.50	$ 23.0 =M 96.0

資料：Vierteljahrhefte zur Statistiks des Deutschen Reich, 1905-1912 より作成

引き受けた。それ以降，1904年に「4.5%社債」，1905年には「4%第一順位担保付き借換金建て社債」を引き受け，これは，1906年に7500万ドル＝3億1500万マルク，1907年に750万ドル＝3150万マルクと二度に分けて上場し，ベルリンでは Deutsche Bank 本店，フランクフルトでは L. Speyer-Ellissen，ハンブルクでは M.M. Warburg が，売出しを担当した。[54]

(6) Missouri Pacific Railway Co.

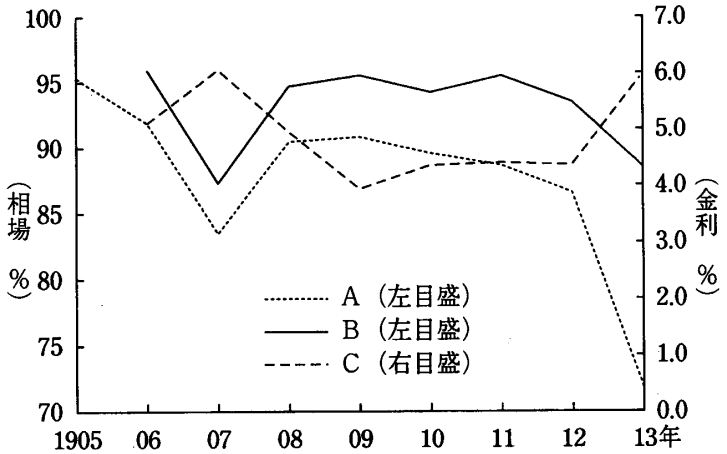
Gould 系統路線の中核鉄道会社である。1905年に発行した「40年物4%金建て社債」は，フランクフルトとハンブルクの両取引所で上場され，Deutsche Bank のそれぞれの支店の他に，前者では Jacob S.H. Stern, Disconto-Gesellschaft, Deutsche Vereinsbank，後者では Norddeutsche Bank, M.M. Warburg が参加した。全体の発行額は2500万ドル＝1億500万マルクであるが，そのうちの半分は，上場初相場よりも1.30%低い95.30%の相場で募集売出しされたのである。[55]

以上の記述からも明らかなように，ドイツの取引所に上場された合衆国鉄道社債は，具体的に「会社に対する社債所有者の契約上の権利」・「発行目的」・「償還年限」などが表示され，返済と利払いが義務づけられた会社債務であった。したがって，ドイツ大銀行の合衆国鉄道投資は，こうした社債中心で行われたから，「会社の所有者としてではなく，むしろ債権者として」関与したことを意味したのである。[56]

そして，1907年の貨幣恐慌勃発による合衆国有価証券の相場急落以降，翌年においても，Deutsche Bank の『営業報告書』は，なお「工業は依然として低迷している。動いていない鉄道車両の数とその他の兆候がこれを証明している」と論じ，[57] 合衆国の深刻な不況下の鉄道経営の状況を伝えていた。同年，Deutsche Bank は，3件の合衆国証券を引き受けたが，ドイツ資本市場への上場は行わなかった。この問題をどのように理解すべきか，すなわち，当時「ドイツ公衆」にとって合衆国証券は新規上場の条件に欠けていたと判断されたのか，「非政治的スタンスと純企業的目的」の立場で企業行動を展開してきた Deutsche Bank は，この状況に受け身で対応する事を余儀なくされたのか，少なくとも，同行ばかりでなくドイツ大銀行にとって，転機を迎えていた。事実，1906年以後1913年まで期間で，これまで取り上げた代表的な既発行社債の相場の動向を公定歩合のそれと関連づけて時系列的にみると，1908年・9年の低金利期には若干回復するものの，それ以降，金利の上昇傾向によって下落し続け，上場初相場には一度も到達しなかった（第6表）。さらに1914年の同行『営業報告書』は，この時期の合衆国鉄道経営の課題を次のように言及している。「アメリカ

54) Seidenzahl, F., a.a.O., S.100. u. Otto, W., a.a.O., S.40-41, 233.
55) Otto, W., a.a.O., S.44
56) Dice, C.A. and Eiteman, W.J., The Stock Market, New York 1952, p.23-24『株式市場』，藤村忠・小林睦夫共訳，東洋経済新報社，1958年刊，36頁—38頁参照。
57) Geschäft-Bericht der Deutschen Banken für das Jahr 1908.

第6表　合衆国鉄道社債相場とReichsbankの公定歩合の推移



(註) A：Chicago Rocks Island on Pacific Railway Co. の「4％第一順位担保付借換金建て社債」
B：Southern Pacific Railroad Co. の「4％第一順位担保付借換金建て社債」
C：Reichsbank の公定歩合

(資料) Handbuch der Deutschen Aktien-Gesellschaften 1914-15, S.35-37u. S.67-68u. Die Reichsbank 1876 bis 1910, Berlin, 1912, S.220-221.u. Deutsches Geld-und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, Frankfurt am Main, 1976, S.276. より作成。

鉄道会社は，より高い運賃の料率を必要としている。合衆国の賃金は，ヨーロッパの2倍であるにもかかわらず，現存の運賃は世界で一番低いものである。この問題は，アメリカ国民経済全体にとって決定的な意味をもっている。大鉄道網の収益性に，逼迫して要求される資金調達の可能性，主要産業の繁栄，雇用機会の拡大が依存しているからである[58]」と。この現象は，合衆国鉄道経営の構造的問題であり，Deutsche Bank の「純企業的目的」とは，相反する状況であった。かくて，1911年以降，合衆国鉄道証券の引き受けもドイツ資本市場への上場も全てが停止されたのである。

58) Geschäft-Bericht der Deutschen Banken für das Jahr 1914.